

ACTA ECONOMICA

Година XIII, број 22 / фебруар 2015.

ISSN 1512-858X, e-ISSN 2232-738X

.....  
УДК: 330.14.01:330.138.15  
DOI: 10.7251/ACE1522247P  
COBISS.RS-ID 4813336

*Јелена Пољашевић<sup>1</sup>*

## Утицај структуре имовине на структуру капитала

## The Impact of the Asset Structure on the Capital Structure

### Резиме

*Структура капиталa зависи од великог броја фактора, од којих се структура имовине сматра примарним фактором. У складу са златним билансним правилом, предузећа треба да усагласе рокове везивања средстава и рокове доспијећа обавезе како би ликвидност предузећа била обездијељена. У складу са тим дугорочно везана средства треба да се финансирају из дугорочних извора. У оквиру дугорочних извора предузећа треба да донесу одлуку да ли ће средства финансирају из позајмљених или сопствених извора. Бројна истраживања из ове области указују да на извор финансирања утиче поред рока везивања средстава, и њихова материјалност, односно поодност да служе као залога за кредит, али и њихова специфичност. Циљ истраживања у овом раду је показати из којих извора предузећа која копирају на Бањалучкој дерзи финансирају своју имовину и да ли се придржавају златног билансног правила.*

**Кључне ријечи:** *позајмљени капитал, сопствени капитал, колеџерал, структура имовине.*

### Summary

*The capital structure depends on many factors, of which the asset structure is considered to be a primary factor. In accordance with the golden balance rule,*

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, [jelena.poljasevic@efbl.org](mailto:jelena.poljasevic@efbl.org)

*companies should harmonize the deadlines of binding assets and deadlines of obligations maturity in order to provide company's liquidity. In accordance with this, long-term bound assets should be financed from long-term sources. Within the long-term sources companies need to decide whether the assets will be financed from borrowed or own sources. Numerous studies in this field indicate that, in addition to deadlines of binding assets, the source of funding is also influenced by their materiality, i.e. their convenience to serve as security for a loan, and by their specificity. The goal of the research in this paper is to show from which sources the companies listed on the Banja Luka Stock Exchange finance their assets and whether they adhere to the golden balance rule.*

**Keywords:** *borrowed capital, own capital (equity), collateral, asset structure.*

## Увод

Имовина предузећа се финансира из позајмљених и сопствених извора. Ова два извора финансирања се разликују по року доспијећа, цијени по којој су стављени предузећу на располагање и могућности управљања предузећем. Финансирање сопственим капиталом значи финансирање капиталом који нема рок доспијећа и који изазива исплате у виду дивиденде али само уколико је остварен позитиван резултат и уколико скупштина акционара донесе одлуку о исплати. Истовремено власници редовних акција креирају пословну политику предузећа. С друге стране, позајмљени капитал предузеће користи у одређеном временском периоду након којег га враћа кредиторима; његово кориштење изазива исплате у виду камате које се плаћају без обзира на остварени финансијски резултат; а кредитори немају право гласа па према томе ни утицај на пословну политику предузећа. Каква ће бити структура извора, односно капитала предузећа зависи од бројних интерних и екстерних фактора као што су профитабилност предузећа, пословни ризик, финансијски ризик, структура имовине, заштита повјерљивости, менаџерско понашање, инфлација, порески положај предузећа, флексибилност тржишта капитала, и други. С друге стране, структура имовине предузећа првенствено је одређена дјелатношћу којом се предузеће бави. У овом раду биће приказан утицај структуре имовине као интерног фактора на структуру капитала предузећа. Односно, поставља се питање: на који начин предузеће треба да финансира своју имовину, односно да ли је битно из којих извора се имовина финансира?

Према периоду везивања имовина предузећа се дијели на сталну и обртну имовину, док се пасива предузећа дијели на дугорочне и краткорочне изворе финансирања. Према златном билансном правилу рокови везивање имовине и рокови доспијећа извора треба да су усаглашени како би

се обезбидијела ликвидност предузећа. Међутим, док је рачност извора веома лако утврдити, период везивања средстава врло често није прецизно одређен. На примјер, предузеће приликом куповине опреме, или изградње објекта процјењује вијек трајања ових средстава иако се средства могу користити и дуже али и краће вријеме од процијењеног што зависи од бројних фактора као што су модернизација опреме, технолошки развој, застарјелост, промјена производног програма и сл. С друге стране, обртна имовина би требало да се финансира из краткорочних извора будући да се конвертује у новац најмање једном годишње. Иако се у рачуноводственом смислу обртна имовина сматра ликвиднијом од сталне имовине, у смислу управљања финансијама, у један дио обртне имовине новац предузећа је трајно заробљен. То су првенствено гвоздене залихе али и онај дио годишњег минималног износа потраживања. Будући да је коефицијент обрта овог дијела обртних средстава мањи од један, и овај дио имовине би поред сталне, требао да се финансира из дугорочних извора.

Друго питање је из којих дугорочних извора, сопствених или позајмљених треба финансирати имовину. Да бисмо одговорили на наведена питања, у овом раду биће анализирана структура имовине и капитала предузећа која се котирају на Бањалучкој берзи. Анализа ће бити извршена помоћу одговарајућих рачуна бројева за период од 2012. до 2014. године. Резултати анализе ће дати одговоре на питања: да ли предузећа поштују златно билансно правило, из којих извора се финансира стална имовина, да ли предузећа располажу са нето обртним капиталом, те да ли постоје разлике између финансирања имовине између предузећа која припадају различитим гранама.

## 1. Теоријска разматрања о утицају структуре имовине на структуру капитала

У циљу максимизирања профита као основног циља сваког предузећа, између осталих, менаџмент треба да управља пасивом на начин да одреди висину и међусобни однос њених дијелова. Колико је ово питање сложено указује и чињеница да се сопствени капитал и обавезе састоје из неколико компоненти као што су капитал по основу обичних и преференцијалних акција, капиталне резерве, ревалоризационе резерве, задржана зарада; односно на страни обавеза, дугорочни и краткорочни кредити, издате обвезнице, и др. Однос између дуга и капитала, најчешће мјерен рачионом задужености, представља структуру капитала<sup>2</sup>. Који ће омјер ова два изво-

<sup>2</sup> О важности структуре капитала сведочи велики број радова написаних у циљу утврђивања његове оптималне структуре. Modigliani и Miller су 1985. године добили и Нобелову награду за економију за теорију која се управо бави овом проблематиком.

ра финансирања изабрати једно предузеће зависи од низа фактора који су везани за само предузеће али и за пословно окружење. Једна од најчешће кориштених класификација фактора који утичу на структуру капитала су микро и макро фактори (Koralun – Bereznicka, 2013). Један од значајних и најчешће цитираних микро фактора (Hall, 2012; Binsbergen, Graham & Yang, 2011; Koksall, Orman & Odunse, 2013) је структура имовине.

Будући да се имовина састоји из сталне и обртне имовине, финансијска стабилност мјерена коефицијентом финансијске стабилности захтијева да однос дугорочне имовине и дугорочних извора буде један, док је коефицијент мањи од један пожељан (Микеревић, 2009). Из претходног произилази да уколико су дугорочни извори већи од дугорочно везане имовине, једна дио обртне имовине се финансира из дугорочних извора. У овом случају створена је сигурност за перманентно одржавање ликвидности предузећа.

Поставља се питање, из којих дугорочних извора финансирати сталну и један дио обртне имовине; из сопственог капитала или из позајмљених извора. Односно, да ли и колико структура имовине одређује структуру дугорочних извора финансирања. У условима када је висок органски састав средстава (однос сталне и обртне имовине) нужно је да се јача учешће сопственог капитала у пасиви, из два разлога (Родић, 2011). Прво, висок органски састав средстава изазива високе фиксне расходе по основу амортизације што повећава ризик остварења пословног резултата као разлике између марже покрића и расхода периода (без камата). Високо учешће позајмљеног капитала у пасиви доводи до високих расхода по основу камата што значи да долази до повећања ризика остварења бруто финансијског резултата. Отуда, предузећа са високим органским саставом средстава могу смањити ризик остварења бруто финансијског резултата једино већим учешћем сопственог капитала у пасиви. Према томе, предузећа са високим учешћем сталних у укупним средствима треба да помјерају своју структуру капитала ка сопственом капиталу и на тај начин смањују ризик остварења бруто финансијског резултата. Најзад, висок органски састав средстава повећава и ризик повјерилаца, у смислу наплате њихових потраживања, јер што је више средстава дугорочно везано већи је и ризик не само остварења негативног финансијског резултата него и могућности мобилизације уопште дугорочно везаних средстава, што опет, ради смањења ризика повјерилаца, захтијева јачање учешћа сопственог капитала у пасиви. Родић такође закључује да међу бројним факторима који утичу на структуру пасиве, органски састав средстава и стопа инфлације представљају примарне факторе.

Треба напоменути да због недовољне искориштености производних капацитета предузећа у Републици Српској, технолошког напретка и мо-

дернизације опреме коју ова предузећа не могу да прате, поред расхода по основу амортизације, стална средства су често обезвређена што доводи до признавања расхода по основу обезвређења. Све наведено доводи до додатног повећања ризика остварења пословног резултата.

Расходи по основу амортизације, који су везани за стална средства, а које Родић истиче као фактор који утиче на пословни ризик а самим тиме и на потребу да предузеће помјера структуру капитала ка сопственом капиталу, зависи од структуре сталних средстава. Уколико у саставу сталних средстава доминирају дугорочни пласмани, учешћа и нематеријална средства са неограниченим вијеком трајања, расходи по основу амортизације неће бити високи, па самим тиме ни пословни ризик. Посматрајући са становишта ризика остварење бруто финансијског резултата, предузеће може помјерати структуру извора ка позајмљеним изворима. Претходно указује да утицај структуре имовине на структуру капитала не подразумеива само утицај сталне и обртне имовине, него и утицај појавних облика имовине на структуру капитала.

Већина теорија о структури капитала се слаже да врста средстава са којима предузеће располаже на неки начин утиче на избор структуре капитала. Велики број аутора истраживао је утицај материјалности средстава на структуру капитала. Ова истраживања се углавном односе на испитивање утицаја вриједности материјалних средстава која могу бити залога за кредит на висину дугова. Један број аутора (Harris & Raviv, 1991; Jansen & Meckling, 1976; Mayers, 1977; Abor, 2007) се слаже да већи удио материјалне имовине повећава ликвидациону вриједност предузећа будући да материјална имовина садржи колатерал за дуг. Ликвидациона вриједност предузећа се повећава већом ликвидношћу имовине, а ликвидност имовине повећава капацитет задуживања (Morellec, 2001). Материјалност средстава се такође сматра фактором који утиче на структуру капитала према теорији агенције. Рајан и Зингалес (1995) тврде да се емитовањем дуга, који је покривен имовином чија је вриједност позната, избјегавају агенцијски трошкови, а самим тим долази и до повећања леверица. Вриједност материјалних средстава је такође фактор који утиче на структуру капитала према теорији хијерархије финансирања (packing order theory). Емпијска истраживања (Frank & Goyal, 2003) су показала да како су ова средства предмет залогe за дуг, што је више њихово учешће већи је левериц. Колатерална вредност имовине је такође утврђена као важна одредница рачуна задуживања (Akhtar, 2005) код аустралијских компанија. Према овом истраживању компаније са вишом вриједношћу заложене имовине имају већи приступ банкарским кредитима у односу на предузећа у којима доминирају нематеријална улагања. Сходно томе, очекује се да компаније које послују

у производној индустрији имају већи левириџ од услужних фирми. Према наведеним истраживањима предузећа углавном користе позајмљене изворе за финансирање материјалних средстава. Потраживања кредитора су у овим случајевима обезбијеђена залогом, те су и трошкови дуга мањи. Емпиријско истраживање Бинсбергерн, Грахам и Јанг (2011) управо показује да је трошак дуга виши кад предузећа имају мањи износ имовине која се може користити као колатерал.

Међутим, без обзира на велики број емпиријских доказа позитивног односа између материјалности имовине и дугова, постоје и неке студије које су у супротности са претходним. На примјер, према Гросману и Харту (1982), трошкови мониторинга агенцијског односа су већи у фирмама са нижом материјалношћу средстава усљед менаџерског уживања у привилегијама будући да кредитори не надгледају пословање фирме. Да би се смањило опортунистичко понашање менаџера, неке фирме могу изабрати виши ниво задуживања. Стога, постоји негативна веза између материјалности и очекиваног финансијског левериџа.

Синтетички преглед резултата из претходних студија које имају за циљ успостављање односа између структуре активе и полуге су приказани у табели 1.

Међутим, сама материјалност није пресудна код утврђивања погодности за колетерал. Нека средства имају капацитет да буду добра залога само ако се могу лако препродати односно прегруписати. Према повезаности са предузећем, средства можемо подијелити на стратешка и остала средства. Стратешка средства су она која посједују кључне карактеристике да су ријетка, незамјенљива и да се њима не тргује (Titman & Wessels, 1998). Посједовање ових средстава је неопходан услов за одржавање конкуритивних предности предузећа (Kochhar, 1997). Специфична природа стратешких средстава предузећа указује да ова средства треба да буду финансирана из капитала, а она мање специфична путем дугова. Стратешка средства нису мобилна и тржиште ових средстава није савршено (Campello & Giambona, 2013). Према овим ауторима, финансијски менаџери који успију усагласити структуру капитала са средствима могу донијети фирми додатне користи у односу на конкуренцију. Уствари користећи ова средства друга предузећа не би могла остварити исту корист. Стратешка средства су од велике вриједности само предузећу, према томе у случају банкрота она се не би могла лако продати и њихова ликвидациона вриједност би била доста нижа од њихове набавне вриједности. Због претходно наведеног, кредитори нису заинтересовани за финансирање оних инвестиција са високим учешћем стратешких средстава, или ако их финансирају каматна стопа због ризичности је висока. Избор између обавеза и капитала за финансирање инве-

стиција зависи од карактеристика средстава, односно односа ликвидационе вриједности имовине и њене набавне вриједности. Низак рацио указује да се средства требају финансирати из дугова, док се средства са високим износом рациа требају финансирати из капитала. Према томе, стратешка средства предузећа треба да финансирају из сопственог капитала.

**Табела 1.<sup>3</sup>**

*Структура имовине као детерминанта структуре капиталa – преглед студија*

Теорије о структури капитала	Структура имовине и њен утицај на леверџ	Аутор, година	Повезаност са дугом
Статичка теорија	Колатерална вриједност имовине	+ Akhtar, 2005.	Што је већи колатерал, већи је потенцијални леверџ.
		+ — Hall, 2004.	Већи удио обртне имовине, већи удио дугорочних обавеза.
	Структура имовине	-	Већи удио обртне имовине, ниже дугорочне обавезе.
Теорија агенције		Jensen, Meckling, 1976. Myers, 1977. Rajan, Zingales, 1995. Chehab, 1995** [33]; Shenoy, Koch, 1996 [34]; Jordan, et al., 1998 [35]; Hirota, 1999 [36]	Ако компанија има већи удио материјалне имовине која служи као колатерал за дуг, то смањује ризик настанка агенцијских трошкова кредитора, што доводи до раста леверџа.
	Колатерална вриједност средства	- Grossman, Hart, 1982. Barton, Gordon, 1988.	Агенцијски трошкови менаџера који злоупотребљавају своје привилегије су виши за фирме са ниским нивоом колатерала због виших трошкова мониторинга капиталних издатака који имају власници и који због тога преферирају компаније са вишим нивоом имовинске залогe као колатерала како би се повећао ниво дуга.
Теорија хијерархије финансирања	Ниво материјалних средстава	+ Frank, Goyal, 2003.	Материјална средства се користе као колатерал за дуг, па њихов велики удио повећава леверџ.

Треба имати у виду да нове инвестиције често мијењају новчане токове претходних улагања, односно да токови готовине старих и нових инве-

<sup>3</sup> Koralun – Bereznicka, J. (2013). How does asset structure correlate with capital structure? – Cross – industry and cross- size analysis of the EU countries. *Univeral journal of accounting and finance*, 1(1):19-28.

стиција нису независни. Одлака о финансирању би требало узети у обзир крајњи ниво специфичности средстава, а однос дуг и капитала би зависио од односа крајњег износа стратешких и осталих средстава предузећа (Balakrishnan & Fox, 1993).

### 3. Кориштени подаци и рацио бројеви

Теоријска разматрања утицаја структуре имовине на структуру капитала тестирана су на предузећима која се котирају на Бањалучкој берзи. На берзи котирају 33 привредна друштва од којих је једно банка која се изузима из анализе због специфичности свог пословања. Котирана привредна друштва разврстана су на привредне гране према према NACE code (Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne).

**Табела 2.**

*Предузећа разврстана у привредна подручја према NACE code*

НАЦЕ	Привредно подручје	Број предузећа
Ц	Рударство	1
Д	Производња (и прерада)	12
Е	Електрична енергија, гас и вода	11
Г	Трговина на велико и мало, поправка мотора	1
И	Саобраћај, складиштење и комуникације	4
Ј	Финансијско посредовање	1
Н	Остале комуналне, друштвене и личне услуге	1
О	Здравство и социјални рад	1
Укупно		32

Предмет анализе су годишњи финансијски извјештаји за 2012. и 2013. годину и полугодишњи извјештаји за 2014. годину који су објављени на Бањалучкој берзи.

Помоћу рацио бројева извршена је првенствено анализа структуре имовине, односно учешће сталне имовине у укупној имовини, и учешће материјалне имовине у укупној имовини. Затим је извршена анализа пасиве утврђивањем учешћа укупних обавеза у пасиви (активи), односно дугорочних обавеза у пасиви. Помоћи претходних рацио бројева утврђена је структура активе и структура пасиве котираних предузећа. Трећа група рацио бројева ставља у однос поједине дијелове пасиве и активе како би се утврдило на који начин су средства предузећа финансирана. За потребе овог рада издвојена су рациа која показују начин финансирања сталне, реалне и сталне материјалне имовине.



**Табела 3.**

*Коришћени ратио бројеви за анализу начина финансирања имовине*

Анализа	Назив ратио	Начин израчунавања
Анализа структуре активе	Учешће сталних у укупним средствима	Стална средства/Укупна средства
	Учешће сталних материјалних средстава у укупним средствима	Стална материјална средства/Укупна средства
Анализа структуре пасиве	Покривеност имовине обавезама	Укупне обавезе /Укупна средства
	Покривеност имовине дугорочним изворима	Дугорочни извори/Укупна средства
Анализа финансирања сталних средстава	Ратио покрића сталних средстава	Капитал/Стална средства
	Ратио покрића сталних средстава дугорочним изворима	Дугорочни извори/Стална средства
	Ратио покрића реалне имовине	Дугорочни извори/Реална актива
	Ратио покрића материјалне имовине дугом	Дугорочни кредити/Стална материјална имовина

#### 4. Резултати истраживања и коментари

У циљу утврђивања начина финансирања имовине код предузећа која котирају на Бањалучкој берзи, извршено је израчунавање напријед наведених ратио бројева за 2012, 2013. и прву половину 2014. године на бази финансијских извјештаја ових предузећа, а што је приказано у табели 4. Ратио бројеви су израчунати за свако појединачно предузеће, а затим је израчуната аритметичка средина по појединим привредним гранама за сваки посматрани период.

Добијени резултати су следећи:

1. У оквиру производно/прерађивачког привредног подручја налази се дванаест предузећа која се баве производњом и прерадом метала, хране и папира. Учешће сталних у укупним средствима код ових предузећа је око 67%. У оквиру сталне имовине доминантна су материјална средства. Имовина ових предузећа се финансира из обавеза са процентом 40%-42%, док се из дугорочних извора финансира око 73% имовине. На основу претходног можемо закључити да се цјелокупна стална имовина финансирају из дугорочних извора у цијелом посматраном период, те да предузећа имају добру финансијску стабилност, односно да су испоштовала златно билансно правило. Стална имовина је покривена властитим капиталом у проценту 88%-91%, док је проценат покрића сталне имовине дугорочним изворима већи од 100, што указује на постојање нето обртног капитала којим је покривен један дио обртне имовине. Реална имовина као збир сталне имовине и залиха покривена је дугорочним изворима у проценту 89%-93%. Иако предузећа располажу са значајним износима сталне материјалне имовине,

Табели 4.

## Радио бројеви предузећа са Бањалучке берзе

Приредна подручја	Производња/ прерада	Електро енергија, гас, вода	Саобраћај, складиштење, комуникације	Рударство	Здравство и социјални рад	Остале комуналне, друштвене и личне услуге	Финансијско посредовање	Трговина
Радио/Године	2012. 2013. 2014.	2012. 2013. 2014.	2012. 2013. 2014.	2012. 2013. 2014.	2012. 2013. 2014.	2012. 2013. 2014.	2012. 2013. 2014.	2012. 2013. 2014.
Стална средства/ Укупна средства	0.68 0.67 0.67	0.83 0.82 0.83	0.68 0.68 0.67	0.58 0.54 0.56	0.92 0.91 0.92	0.73 0.79 0.76	0.44 0.44 0.48	0.79 0.79 0.78
Стална материјална средства/ Укупна средства	0.66 0.65 0.64	0.80 0.80 0.80	0.56 0.55 0.54	0.49 0.53 0.53	0.92 0.90 0.92	0.30 0.30 0.29	0.36 0.40 0.38	0.79 0.79 0.78
Укупне обавезе /Укупна средства	0.42 0.40 0.40	0.17 0.17 0.17	0.47 0.50 0.52	0.41 0.36 0.36	0.13 0.12 0.13	0.06 0.07 0.10	0.59 0.61 0.71	0.06 0.06 0.07
Дугорочни извори/Укупна средства	0.73 0.73 0.74	0.93 0.93 0.99	0.76 0.72 0.86	0.79 0.80 0.77	0.95 0.94 0.94	0.96 0.94 0.91	0.44 0.43 0.33	0.96 0.96 0.95
Капитал/Стална средства	0.88 0.90 0.91	1.00 1.00 0.99	0.75 0.70 0.70	1.19 1.14 1.14	0.97 0.94 0.94	1.29 1.17 1.19	0.95 0.90 0.61	1.18 1.18 1.19
Дугорочни извори/Стална средства	1.10 1.10 1.12	1.13 1.14 1.21	1.11 1.04 1.28	1.36 1.48 1.37	1.02 1.04 1.02	1.31 1.19 1.20	1.00 0.98 0.69	1.19 1.21 1.22
Дугорочни извори/Реална актива	0.89 0.90 0.93	1.10 1.08 1.18	1.00 0.95 1.17	0.91 0.97 0.92	1.01 1.03 1.00	1.28 1.16 1.18	1.00 0.98 0.69	1.05 1.07 1.08
Дугорочни кредити/ Стална материјална имовина	0.22 0.20 0.20	0.08 0.08 0.17	0.35 0.33 0.58	0.37 0.32 0.25	0.07 0.08 0.07	0.03 0.01 0.01	0.01 0.01 0.01	0.02 0.02 0.02

њихова покривеност дугорочним кредитима се креће у процентима 20%-22%.

2. У оквиру привредног подручја Електрична енергија, гас и вода налази се 11 предузећа и то двије термоелектране, три хидроцентралне, пет електродистрибуција и један водовод. Очекивано, учешће сталних средстава у укупним средствима код ових предузећа је око 83%, а доминантан дио ових средстава чине материјална средства. Предузећа своју имовину финансирају из обавеза са 17%, док је проценат финансирања из дугорочних извора 93% у прве двије године, али је на крају прве половине 2014. године чак 99%. Предузећа цјелокупна стална средства финансирају из сопственог капитала. Ријеч је о предузећима која имају сталну материјалну имовину, са веома дугим вијеком трајања. Истовремено, ова имовина је и стратешка имовина, па су високе вриједности рачуна покривености имовине сопственим капиталом очекиване. Поред сталне имовине, дугорочним изворима је покривен и један дио обртне имовине што указује да предузећа располажу са нето обртним капиталом. Дугорочним изворима покривена је цјелокупна вриједност реалне имовине, што је претпоставка добре ликвидности предузећа. Управо због специфичности имовине и њеног вијек трајања, из дугорочних кредита финансира се само 8% у 2012. и 2013, односно 17% у 2014. години сталне материјалне имовине.
3. У оквиру подручја Саобраћај, складиштење и комуникација налазе се четири предузећа од којих се једно бави телекомуникацијама, док се три предузећа баве различитим врстама саобраћаја. За разлику од претходне групе предузећа, учешће сталне у укупној имовини ове групе предузећа износи око 68%, док је учешће материјалне имовине у укупној имовини око 55%. За разлику од претходне двије групе предузећа, имовина предузеће се финансира из обавеза око 52% у последњем посматраном периоду, док се из дугорочних извора финансира 72% у 2012. године и овај проценат је растао до 86% у 2014. години. Покривеност сталне имовине властитим капиталом је око 70%, а покривеност сталне имовине дугорочним изворима преко 100%. Предузећа су у посматраним периодима углавном покривала и реалну имовину из дугорочних извора будући да учешће залиха у укупној имовини није значајно. Стална материјална имовина се финансира из дугорочних кредита у проценту од 35% у 2012, односно 58% у 2014. години. Будући да је стална материјална имовина у овим предузећима мање специфична у односу на претходну групу предузећа, дошло је и до вишег финансирања ове имовине из позајмљених дугорочних извора.

4. У остала привредна подручја убраја се по једно предузеће које котира на берзи. Рудник боксита у структури имовине има око 55% удјела сталне имовине, од чега се највише односи на материјалну имовину. Укупна имовина предузећа је покривена обавезама око 36%, односно дугорочним изворима око 79%. Властитим капиталом предузеће финансира не само цјелокупна стална средства, него и један дио обртних средстава будући да ово предузеће има значајне трајне залихе. Реална имовина предузеће је покривена са дугорочним изворима у висини од 91% у 2012. до 92% у 2014. години. Однос дугорочних кредита и сталне материјалне имовине је био око 37%, да би у 2014. тај проценат пао на 25%.

Предузеће из области здравства је услужно предузеће, са учешћем сталне у укупној имовини од 92%, у оквиру које је најзначајнија материјална имовина. Предузеће финансира своју имовину обавезама у висини од 13%, односно из дугорочних извора у висини од 94%. Сопственим капиталом финансирано је просјечно 95% сталне имовине, док је дугорочним изворима финансирана не само стална него и једна дио обртне имовине. Односно, из нето обртног капитала финансирају се цјелокупне залихе. У овом предузећу има покривеност сталних материјалних средстава дугорочним кредитима од 12%.

Предузеће из подручја комуналних услуга има учешће сталне имовине у укупној имовини у висини од 73% до 79%, али је учешће сталне материјалне имовине око 30%. Имовина предузећа се финансира из обавеза само у висини од 6% до 10%, односно дугорочни изворима се финансира преко 90% имовине. Сопственим капиталом финансирају се цјелокупна стална средства, док се из нето обртног капитала финансира цјелокупна реална актива. Покриће материјалне имовине дугорочним кредитима је занемарљиво, и у 2014. износи години 1%.

Од посматраних предузећа, предузеће из области финансијског посредовања има најниже учешће сталних у укупним средствима од 44 до 48%, уз учешће материјалних средстава од просјечно 38%. Обавезама се финансира 59% имовине у 2012. години, док је овај проценат у 2014. години 71%. Покривеност сталних средстава сопственим капиталом пада са 95%, у 2012. години, на 61%, у 2014. години. Покривеност сталних средстава дугорочним изворима такође постепено опада. Финансирање материјалних средстава дугорочним кредитима је веома ниско и износи око 1%.

Једино предузеће из области трговине има учешће сталних средстава у укупним средствима 79%, док су цјелокупна стална средства материјалног карактера. Ово предузеће финансира из обавеза просјечно 7% своје имовине. Предузеће располаже са сопственим нето обртним капиталом и из

дугорочних извора покрива цјелокупну реалну активну. Дугорочним кредитима финансира се просјечно 3% сталне материјалне имовине.

## Закључак

Велики број аутора путем емпиријских истраживања имало је за циљ да утврди да ли и на који начин структура имовине утиче на структуру капитала. У овом раду посматрана предузећа која котирају на службеном тржишту на Бањалучкој берзи имају доминантно учешће сталних у обртним средствима. Осим предузећа која припадају области финансијског посредовања и комуналних услуга, у осталим предузећима у оквиру сталне имовине највеће учешће има материјална имовина. Стална материјална имовина у предузећима која припадају подручју Електрична енергија, гас и вода, Рударство, Комуналне услуге и Здравство је стратешка имовина. Ова имовина посматрана одвојено од предузећа, нема високу ликвидациону вриједност, не постоји тржиште ове имовине и као таква није погодна као залога за кредите.

Посматрајући структуру пасиве, највећи удио обавеза у пасиви имају предузећа из области финансијског посредовања. Што је већи удио сталне имовине у активи, то предузећа имају мање обавезе. Учешће дугорочних извора финансирања у пасиви (активи) је најниже код предузећа из области финансијског посредовања, док је код осталих предузећа у распону од 73% до 99%.

Покривеност сталне имовине властитим капиталом код свих је предузећа веома висока и креће се у распону од 61% код предузећа из области финансијског посредовања, до 119% код трговине. Ови подаци указују да предузећа услед високих трошкова амортизације и пословног ризика, помјерају структуру капитала ка властитом капиталу и тиме смањују ризик остварења бруто финансијског резултата.

Дугорочним изворима сва предузећа (осим предузећа из области финансијског посредовања) финансирају сталну имовину из чега се може закључити да предузећа поштују златно билансно правило, односно да је коефицијент финансијске стабилности мањи од један. На овај начин створена је сигурност за перманентно одржавање ликвидности предузећа будући да предузећа један дио обртне имовине финансирају из дугорочних извора. Колико износи покриће залиха дугорочним изворима управо показује рацио покрића реалне имовине дугорочним изворима. Најнижа вриједност овог рациа је код предузећа из области финансијског посредовања, док је код предузећа из области Производње и Рударства ова вриједност у распо-

ну од 89% до 97%. Код осталих предузећа цјелокупна реална имовина је финансирана из дугорочних извора.

Стална материјална имовина с којом располажу предузећа из области производње и дистрибуције електричне енергије, рударства, здравства и комуналних услуга је стратешка (специфична). С друге стране, стална материјална имовина код трговине, и предузећа из области производње и прераде је имовина која нема карактеристике јединствености и која може бити предмет залоге за кредит. Међутим, ратио бројеви показују да се материјална имовина предузећа из области саобраћаја и комуникација, те рударства, највише финансира из дугорочних кредита (саобраћај и комуникације у 2014. години 58%; рудник просјечно 31%). Стална материјална имовина предузећа из области електричне енергије и здравства се финансира из дугорочних кредита просјечно у висини од 8%. Супротно очекивањима, најнижу стопу финансирања ове имовине из дугорочних кредита имају предузећа из области трговине и финансијског посредовања. Према претходном, посматрана предузећа не подржавају теоријски став да што веће учешће материјалне имовине која може бити предмет залоге, веће је и задужење предузећа.

## Литература

- Abor, J. (2007). Industry Classification and the Capital Structure of Ghanaian SMEs. *Studies in Economics and Finance*, Vol.24, No.3, 207-219.
- Akhtar, S. (2005). The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations. *Australian Journal of Management*, Vol.30, No.2, 321-341.
- Binsbergen, J.H., Graham, J.R. & Yang, J. *Optimal Capital Structure*. (2011). Преузето 26.12.2014. са: <http://ssrn.com/abstract=1743203>.
- Balakrishnan, S. & Fox, I. (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity, and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, 14, 3-16.
- Campello, M. & Giambona, E. (2013). Real assets and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48, 1-37.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2003). *Capital Structure Decisions*. AFA San Diego Meetings. Преузето 15.12.2014. са <http://ssrn.com/abstract=396020>.
- Grossman, S.F. & Hart, O. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives, in: J.J. McCall (ed.), *The economics of information and uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press.
- Hall, T.W. (2012). The collateral channel: Evidence on leverage and asset tangibility. *Journal of Corporate Finance*, Vol.18, No.3, 570-583.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, Vol.46, No.1, 297-355.

- Jensen, M.C. & Meckling, H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, 305-360.
- Kodhhar, R. (1997). Strategic assets, capital structure, and firm performance. *Journal of finance and strategic decisions*, Vol. 10, No. 3
- Koralun – Bereznicka, J. (2013). How does asset structure correlate with capital structure? – Cross – industry and cross-size analysis of the EU countries. *Universal journal of accounting and finance*, 1, 19-28.
- Köksal, B., Orman, C. & Oduncu, A. (2014). *Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Emerging Market Economy*. Преузето 26.12.2014. са: <http://ssrn.com/abstract=2212648>.
- Микеревић, Д. (2009). Финансијски менаџмент. Бања Лука: Економски факултет, Финрар.
- Morellec, E. (2001). Asset liquidity, capital structure, and secured debt. *Journal of Financial Economics*, Vol.61, No.2, 173-206.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol.5, No.2, 147-175.
- Родић, Ј., Андрић, А. и Вукелић, Г. (2011). *Анализа финансијских извјештаја*. Бечеј: Пролетер.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, Vol.50, No.5, 1421-1460.
- Titman, S. & Wessels, R. (1998.) The determinants of capital structure choice. *Journal of finance*, Vol 43, No 1. 1-19.